



2019 年 10 月 28 日

买入(首次评级)

当前价: 44.77 元
55

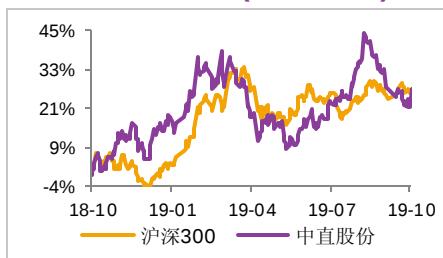
分析师: 刘智

执业编号: S0300519060001

电话: 021-51782232

邮箱: liuzhi_bf@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	13,066	16,552	19,838	22,997
(+/-)	8.44%	26.69%	19.85%	15.93%
归母净利润	510	670	821	993
(+/-)	12.07%	31.23%	22.60%	20.97%
EPS(元)	0.87	1.14	1.39	1.69
P/E	43.16	39.40	32.14	26.57

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

中直股份(600038.SH)

【联讯军工公司点评】中直股份(600038): 三季报超预期, 直升机需求空间巨大

投资要点

一、事件:

中直股份于 2019 年 10 月 25 日披露三季报, 公司 2019 年前三季度实现营业总收入 105.3 亿, 同比增长 28.6%; 实现归母净利润 4.05 亿, 同比增长 32.1%; 每股收益为 0.69 元。

二、三季报超预期, 继续保持高速增长

公司前三季度实现营业总收入 105.3 亿, 同比增长 28.6%, 其中第三季度营收 36.3 亿元, 同比增长 28.39%。公司前三季度实现归母净利润 4.05 亿, 同比增长 32.1%, 其中第三季度归母净利润 1.63 亿元, 同比增长 27.43%。第三季度营收、归母净利润继续保持高速增长。报告期内, 公司毛利率为 11.3%, 同比降低 1.1 个百分点, 净利率为 3.8%, 基本维持上年同期水平。

三、拐点出现, 直 20 量产开启快速增长

公司是国内直升机制造业的主力军, 现有核心产品包括直 8、直 9、直 11、AC311、AC312、AC313 等型号直升机及零部件、上述产品的改进改型和客户化服务, 以及 Y12 和 Y12F 系列飞机。受益陆航、空中突击旅、海航对快速反应、搜救、巡逻、突击等多种军事用途有更高需求, 国内直升机需求空间巨大。70 周年国庆阅兵展中, 陆航突击梯队由 40 架不同用途的直升机组成, 其中包括侦察警戒直升机 Z9、火力突击直升机 Z10、兵力突击 Z19、Z20、机降突击直升机 Z8B、护航直升机 Z19 组成其中直 20 系列 10 吨级通用直升机首次亮相阅兵仪式, 也宣告了这款众望所归的国产中型直升机进入量产列装阶段。我们认为近年来陆航、空中突击旅、海航等对直升机需求空间较大, 随着新型号直升机的量产列装, 中直股份作为中航工业集团直升机唯一上市平台有望受益开启快速增长。

四、盈利预测与投资建议

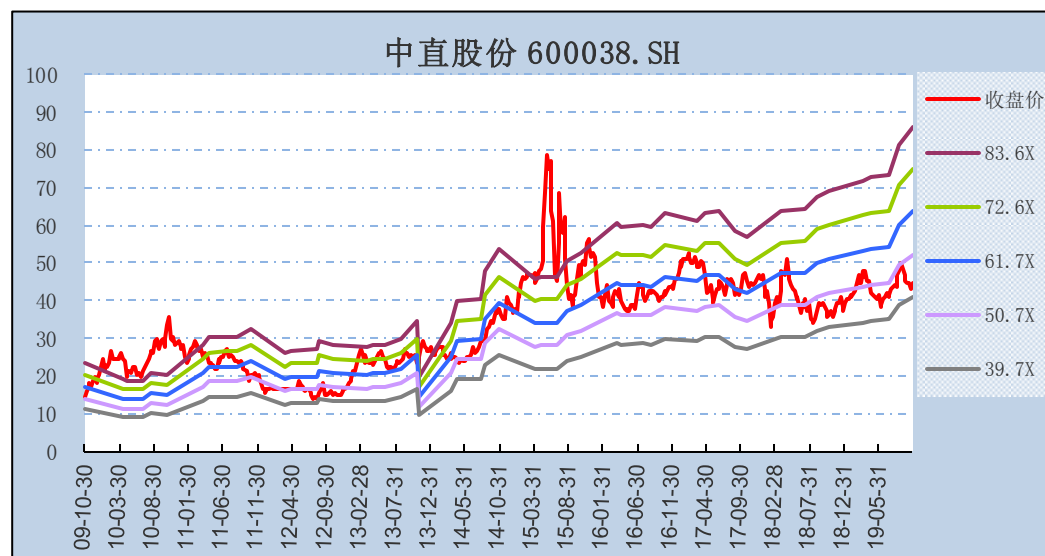
预测公司 2019~2021 年营业收入分别为 165.52、198.38、229.97 亿元, 同比分别增长 26.69%、19.85%、15.93%。对应归母净利润分别为 6.7、8.21、9.93 亿元, 同比分别增长 31.23%、22.6%、20.97%。EPS 分别为 1.14、1.39、1.69 元, 对应市盈率分别为 39.4X、32.14X、26.57X。公司是中航工业集团直升机资产总装平台, 目前估值水平在航空主机厂里较低, 随着新型号量产交付, 公司业绩开启快速增长通道, 市值仍有较大增长空间, 首次覆盖给与“买入”评级, 目标价 55 元, 对应 2020 年 PE 约 40X。

五、风险提示

1、军工订单交付不达预期; 2、军品定价机制改革不及预期

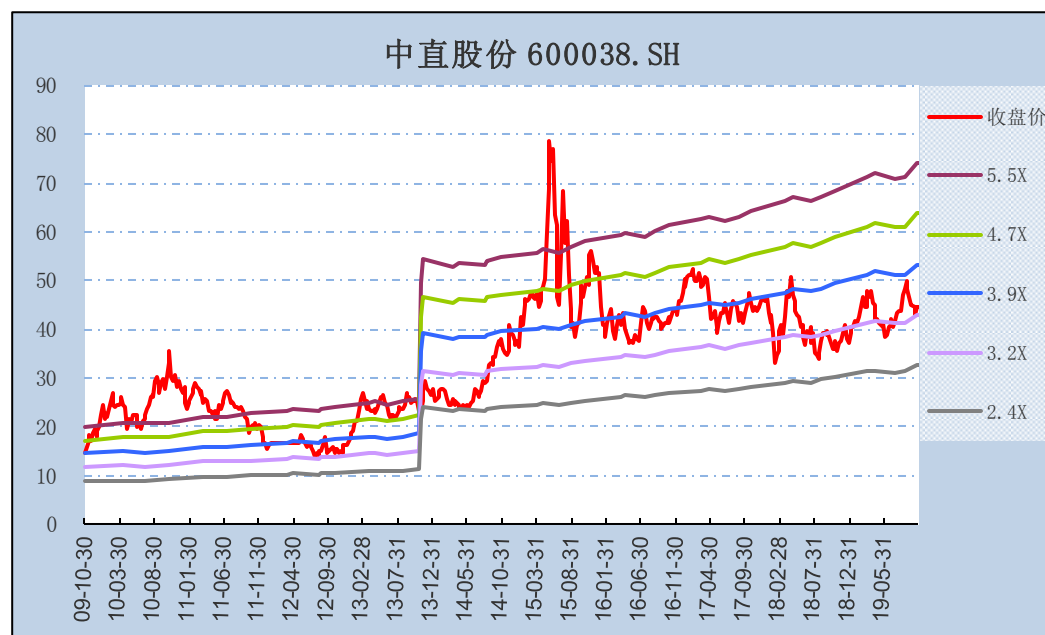


图表1: 中直股份 PE-Band



资料来源:Wind, 联讯证券

图表2: 中直股份 PB-Band



资料来源:Wind, 联讯证券



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2018	2019E	2020E	2021E	现金流量表	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	20,737	23,225	26,012	28,613	经营活动现金流	955	1,193	1,432	1,690
货币资金	4,218	5,276	6,567	8,079	净利润	510	674	826	999
应收账款	2,020	2,262	2,443	2,590	折旧摊销	271	298	328	360
预付账款	303	339	363	381	财务费用	-13	-28	-30	-28
存货	13,362	14,699	16,315	17,621	投资损失	0	0	0	0
其他	817	899	997	1,077	营运资金变动	726	654	1,075	1,094
非流动资产	3,298	3,628	3,991	4,390	其它	-540	-404	-767	-737
长期股权投资	25	28	32	33	投资活动现金流	-103	51	82	91
固定资产	2,182	2,444	2,713	3,120	资本支出	112	134	147	162
无形资产	561	628	710	788	长期投资	25	28	32	33
其他	530	584	630	668	其他	-239	-110	-97	-105
资产总计	24,035	26,853	30,003	33,004	筹资活动现金流	-143	-186	-224	-269
流动负债	15,289	17,124	18,837	20,343	现金净增加额	708	1,058	1,291	1,512
应付账款	4,553	5,236	5,864	6,567	主要财务比率	2018	2019E	2020E	2021E
其他	10,377	11,475	12,517	13,275	成长能力				
非流动负债	728	801	865	917	营业收入	8.44%	26.69%	19.85%	15.93%
其他	686	756	818	867	营业利润	7.92%	31.31%	22.34%	20.30%
负债合计	16,017	17,925	19,701	21,260	归母公司净利润	12.07%	31.23%	22.60%	20.97%
少数股东权益	0	0	0	0	获利能力				
归母公司股东权益	7,718	8,583	9,905	11,299	毛利率	13.93%	14.01%	14.24%	14.55%
负债和股东权益	24,035	26,853	30,003	33,004	净利率	3.91%	4.05%	4.14%	4.32%
利润表	2018	2019E	2020E	2021E	ROE	6.57%	7.95%	8.59%	9.07%
营业收入	13,066	16,552	19,838	22,997	偿债能力				
营业成本	11,245	14,234	17,014	19,651	资产负债率	66.64%	66.75%	65.66%	64.42%
营业税金及附加	18	20	24	28	流动比率	135.63%	135.63%	138.09%	140.65%
销售费用	119	132	159	184	速动比率	48.23%	49.79%	51.48%	54.04%
管理费用	890	1,076	1,289	1,495	营运能力				
财务费用	-13	-28	-30	-28	总资产周转率	0.56	0.65	0.70	0.73
资产减值损失	12	17	17	17	应收帐款周转率	6.98	7.73	8.43	9.14
投资净收益	0	0	0	0	应付帐款周转率	2.37	2.91	3.07	3.16
营业利润	591	776	949	1,142	每股指标(元)				
营业外收入	7	8	10	12	每股收益	0.87	1.14	1.39	1.69
营业外支出	3	11	14	17	每股经营现金	1.62	2.02	2.43	2.87
利润总额	595	773	945	1,137	每股净资产	13.60	15.15	17.48	19.92
所得税	84	99	119	138	估值比率				
净利润	510	674	826	999	P/E	43.16	39.40	32.14	26.57
归母公司净利润	510	670	821	993	P/B	2.75	2.96	2.56	2.25
EBITDA	794	1,074	1,277	1,502	EV/EBITDA	42.60	36.36	30.95	26.34

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

刘智，哈尔滨工业大学机械电子工程硕士。2017 年 5 月加入联讯证券，现任研究院机械军工行业分析师，证书编号：S0300519060001。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；
增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com